

宏观点评

日期： 2023.12.13

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《以进促稳、先立后破——12月政治局会议点评》(2023/12/08)

中央经济工作会议解读

报告摘要

增强忧患意识，坚持高质量发展。中央经济工作会议12月11日至12日在北京举行。会议充分肯定了今年的成绩，但也指出了当前面临的很多困难，提出未来要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题。会议明确指出最大的政治是“推进中国式现代化”，中心工作仍是“经济建设”，首要任务是“高质量发展”。

宏观政策以进促稳，取向一致。“稳中求进、以进促稳、先立后破”的总基调延续了上周政治局会议的精神。“以进促稳”更加强调“进”，体现了中央对经济增长的诉求；“先立后破”更加强调“立”，即大力发展新经济、新产业，但同时并不急于“破”，要等新产业充分发展之后再逐步压缩旧经济的规模，避免对传统产业“一刀切”。财政政策“加力”意味着明年财政赤字率可能突破3%，但“适度”限制了其高度，预计赤字预算将小幅高于3%。中央对于地方政府债务的问题仍然较为严格，地方政府财政支出将会面临更严格的监管。对于货币政策的表述，值得关注的变化是以往通常要求“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，而本次会议中将“名义经济增速”拆解成了“经济增长”和“价格水平预期目标”，经济学含义虽然相同，但侧重点有明显变化。未来货币政策有必要采取措施来缓解当前的通缩压力。“增强宏观政策取向一致性”是此前的政治局会议中的新提法。即强调各领域政策的协同发力，避免各部门之间出现相互冲突的政策，影响政策的有效性。

明年经济工作的重点。对于明年的高质量发展，会议提出九大工作重点。一是以科技创新引领现代化产业体系建设。二是着力扩大国内需求。三是深化重点领域改革。四是扩大高水平对外开放。五是持续有效防范化解重点领域风险。六是坚持不懈抓好“三农”工作。七是推动城乡融合、区域协调发展。八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。九是切实保障和改善民生。会议继续将新型工业化和战略新兴产业作为产业政策的重点；提出了消费的三个着力点和投资的三个着力点；强调了对民营企业的支持；并延续了中央金融工作会议中对于房地产的整体表述。

注重政策的有效性和获得感。会议强调了当前经济中的几个重要矛盾。一是经济发展的“速度”与“质量”的问题。二是宏观数据与微观感受，发展经济与改善民生的问题。三是发展与安全的关系。未来政策需要处理好这几对矛盾关系，注重有效性、增强获得感。总体来看，我们认为本次会议传达出的信息是明年政策仍将保持宽松、积极有为，并将继续将经济向高质量发展转型作为工作重心，整体的政策思路与今年有较强的连续性。

风险提示： 1. 海外经济出现大规模衰退。2. 中国房地产市场持续衰退。

增强忧患意识，坚持高质量发展

中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行。会议对 2023 年经济工作进行了总结，并对 2024 年工作做出系统部署。

在总结今年工作方面，会议充分肯定了今年的成绩，“我国经济回升向好，高质量发展扎实推进。”但同时也指出了当前面临的困难。会议指出，“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。要增强忧患意识，有效应对和解决这些问题。”

有效需求不足是近三年来中国经济始终面临的困难，这背后是疫情对企业信心和居民收入的冲击、以及疫情结束后的疤痕效应。美联储强力加息对全球经济的抑制效果在 2023 年更加明显，外需随之走弱，更增添了需求端的压力。**部分行业产能过剩带来了通缩压力，进而对企业盈利和居民收入产生负面影响**。经济压力及转型期的阵痛导致社会预期偏弱。房地产、地方政府债务和中小银行的风险尚未消除。地方保护主义仍多，影响国内大循环。外部地缘政治形势愈加严峻。**面对这些问题，中央提出“增强忧患意识”，未来政策的重点也是应对和解决这些困难。**

在总的政策路线方面，会议指出，“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”。“必须把推进中国式现代化作为最大的政治，在党的统一领导下，团结最广大人民，聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务，把中国式现代化宏伟蓝图一步步变成美好现实。”

党中央将邓小平提出的“发展才是硬道理”进一步扩展，提出“高质量发展是新时代的硬道理”，这是改革开放后的三十年到十八大以来的新时代的思路转变。**会议明确指出最大的政治是“推进中国式现代化”，中心工作仍是“经济建设”，首要任务是“高质量发展”。这是政策的核心指导思想。**

宏观政策以进促稳，取向一致

会议要求，“明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。”

“稳中求进、以进促稳、先立后破”的总基调延续了上周政治局会议的精神。“**以进促稳”更强调“进”，体现了中央对经济增长的诉求；“先立后破”更强调“立”，即大力发展新经济、新产业，但同时并不急于“破”，要等新产业充分发展之后再逐步压缩旧经济的规模，避免对传统产业“一刀切”。**“转方式、调结构、提质量、增效益”表明经济转型仍是未来经济工作的重点。“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”**在当前的大环境背景下更强调“逆周期调节”，即政策对冲经济压力的力度要足够。**“积极的财政政策和稳健的货币政策”是近年来一以贯之的思路，今年仍旧延续，不过强调了“政策工具创新和协调配合”，来应对新形势下的复杂局面。

对于财政政策，会议指出，“积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管，严肃财经纪律。增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。党政机关要习惯过紧日子。”

财政政策的表述与政治局会议一致。**我们认为“加力”意味着明年财政赤字率将有所提高，但“适度”限制了其高度，预计赤字预算提高幅度不会很大。**“严控转移支付资金监管，严肃

财政纪律”，“增强财政可持续性”等表述反映出中央对于地方政府债务的问题仍然较为严格，地方政府财政支出将会面临更严格的监管。

对于货币政策，会议指出，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

对于货币政策的表述，值得关注的变化是以往通常要求“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，而本次会议中将“名义经济增速”拆解成了“经济增长”和“价格水平预期目标”，经济学含义虽然相同，但侧重点有明显变化。今年中国CPI和PPI始终处于非常低的水平，存在较大的通缩压力，强调“价格水平预期目标”毫无疑问对于通缩问题有较强的指向性。未来货币政策有必要采取措施来缓解当前的通缩压力。引导金融机构加大对“科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济”等方面的支持力度，与此前中央金融工作会议中科技金融、绿色金融、普惠金融、数字金融几篇大文章相对应。

对于宏观政策的协同性，会议指出，“要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。”

“增强宏观政策取向一致性”是此前的政治局会议中的新提法。即**强调各领域政策的协同发力，避免各部门之间出现相互冲突的政策，影响政策的有效性**。“把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”，即对于此前很多“一刀切”的地方保护政策、环保政策、行业整顿等，未来也需要符合整体宏观政策的大方向。“加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论”是针对近期海外较多的“中国崩溃论”做出的回应，旨在增强全社会的信心，改善预期。

明年经济工作的重点

对于明年的高质量发展，会议提出九大工作重点。一是以科技创新引领现代化产业体系建设。二是着力扩大国内需求。三是深化重点领域改革。四是扩大高水平对外开放。五是持续有效防范化解重点领域风险。六是坚持不懈抓好“三农”工作。七是推动城乡融合、区域协调发展。八是深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。九是切实保障和改善民生。

在“以科技创新引领现代化产业体系建设”部分中，会议指出了未来产业的几大重点方向：**要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展。打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业，开辟量子、生命科学等未来产业新赛道，广泛应用数智技术、绿色技术，加快传统产业转型升级**。对于相关的金融支持，会议指出“鼓励发展创业投资、股权投资。”即**鼓励金融业以直接融资的方式支持相关产业的发展**。

在“着力扩大国内需求”部分中，会议提出“形成消费和投资相互促进的良性循环”。**促进消费有三个着力点：一是培育壮大新型消费**。会议指出“大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货‘潮品’等新的消费增长点。”**二是稳定和扩大传统消费**。会议指出“提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。”**三是增加居民收入**。会议指出“扩大中等收入群体规模，优化消费环境。”**促进投资方面有三个着力点**：一是“以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。”**明年的制造业设备更新周期值得关注**。二是“发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。”即**政府投资会更加注重高技术产业、新基建等领域**。三是“完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。”**从融资角度来引导支持社会资本积极参与新基建等领域的投资**。

在“深化重点领域改革”部分中，会议继续强调了“不断完善落实‘两个毫不动摇’的体制机制，充分激发各类经营主体的内生动力和创新活力。”近两年很多民营企业经营困难、信心不足。其原因之一是经济大环境的下行带来的经营压力；之二是很多民营企业对政策不确定性有较强的担忧。提振民营企业信心是当前亟待解决的问题。会议指出，“促进民营企业发展壮大，在市场准入、要素获取、公平执法、权益保护等方面落实一批举措。促进中小企业专精特新发展。”对于民企的政策保护力度有望继续加大。对于地方政府财政方面，会议提出“要谋划新一轮财税体制改革”。对于当前地方政府债务问题的根本成因，即各级政府财政收入和支出不匹配的问题，未来有望出台根本性的改革措施，这也将有利于财政的长期可持续性。

在“持续有效防范化解重点领域风险”部分中，会议指出，“统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险”。对于房地产的表述延续了此前中央金融工作会议的提法，即“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”，以及“加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。”我们认为对于当前房地产行业面临的困境，中央的思路主要有两条，一是通过支持民营房企的融资来缓解存量风险；二是通过“三大工程”等房地产发展新模式来寻求新的出路。对于地方政府债务问题，会议指出“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，经济大省要真正挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献”。预计明年会推行进一步的化债政策，并要求经济大省在勇于支出，拉动整体经济。

注重政策的有效性和获得感

会议指出，“要全面贯彻明年经济工作的总体要求，注意把握和处理速度与质量、宏观数据与微观感受、发展经济与改善民生、发展与安全的关系，不断巩固和增强经济回升向好态势。要准确把握明年经济工作的政策取向，在政策实施上强化协同联动、放大组合效应，在政策储备上打好提前量、留出冗余度，在政策效果评价上注重有效性、增强获得感，着力提升宏观政策支持高质量发展的效果。”

会议强调了当前经济中的几个重要矛盾。一是经济发展的“速度”与“质量”的问题。只有速度没有质量，就会重走粗放式增长的老路；只有质量没有速度，则会影响社会的稳定。未来需要再“高质量发展”的旗帜下保证合理的经济增长速度。二是宏观数据与微观感受，发展经济与改善民生的问题。今年宏观数据表现尚可，预计经济整体增速有望超越5%的政策目标，但是这主要是去年疫情导致的低基数效应所致，企业和居民的微观感受整体并不理想。中央的这一论述旨在强调政策制定上不能只看宏观数据、忽略微观感受；只顾发展经济，忽略民生细节。三是发展与安全的关系。二者同为当前的时代主题，既对立又统一，需要妥善处理二者的关系，不宜过度强调某一个方面。未来政策需要处理好这几对矛盾关系，注重有效性、增强获得感。

总体来看，我们认为本次会议传达出的信息是明年政策仍将保持宽松、积极有为，并将继续将经济向高质量发展转型作为工作重心，整体的政策思路与今年有较强的连续性。

风险提示

1. 海外经济出现大规模衰退。
2. 中国房地产市场持续衰退。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037